

## 【绿色研究专栏】浅析 ESG 评级体系中的公司治理

### 摘要

在 ESG 评级体系中，公司治理（Governance）占据重要地位。它代表企业管理质量，是投资者评估企业长期价值和风险的重要指标。本文先是从公司治理评价相关研究出发，回顾公司治理的发展历程，介绍国际组织公司治理原则，并概述中国在公司治理法律和标准建设方面进展。接着，分析国际和国内 ESG 评级机构如何评估公司治理，着重介绍商道融绿评价体系中公司治理维度的衡量方法。最后强调 ESG 评级应考虑中国特有的公司治理结构和实践。本文认为 ESG 评级体系中公司治理维度的评估应综合考虑多个关键方面，包括股东治理、董监高治理、管理层激励、外部利益相关者、党建引领和公司管理维度，以全面反映企业在治理实践中的表现和成效。

### 正文

#### 一、公司治理评价研究

公司治理起源于上个世纪八九十年代，国外对公司治理的基础理论研究已经有几十年的历史；而我国对公司治理的研究兴起于 20 世纪末，处于国有企业股份制改革时期；随着现代企业管理制度在国内的发展和普及，国内对公司治理的研究和重视程度不断增强。

##### （一）公司治理的定义和内涵

国内外学者对公司治理没有统一的定义，正如李维安和郝臣（2015）指出的，“公司治理是多角度多层次的概念”，涉及投资者和经营者、索取权和控制权、应然与实然、激励与制约、制度与组织架构、功能与目的等诸多因素，是一个体系化概念，具有丰富的内涵和外延。但综合其产生根源、主体属性、目的指向、功能特征、运行机制等五个结构因素来看，公司治理主要是通过股权结构安排、激励机制设计、内部组织管理等途径实现对管理层的激励和监督，影响公司的战略决策，降低委托代理成本，实现公司的最大经济效益的一种综合管理模式。如表 1 所示。

**表 1 关于公司治理定义和内涵的代表性观点**

理论视角	主要观点	代表人物
产生根源	公司治理的需求随市场经济中现代股份公司所有权与控制权分离而形成。	Mayer 1995
	只要有代理问题、交易费用太大、合约不完全这三种情形存在，公司治理就会产生。	Hart 1995
	公司治理的起因在产权分离。	费方域 1996
主体属性	公司治理结构是指所有者对经营管理和绩效进行监督和控制林毅夫等体的一整套制度安排。	林毅夫等 2014
	狭义上是指所有者对经营者的一种监督机制和制衡机制。	李维安和郝臣 2015
目的指向	公司治理问题包括高级管理阶层、股东、董事会和公司其他的利益相关者的相互作用中产生的具体问题。	Cochran and Warick 1988
	公司治理主要解决如何降低代理成本的问题和管理层选择与激励问题，以实现科学决策，不涉及公司具体业务经营问题。	于东智 2002
功能特征	广义上的公司治理是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排，狭义上的公司治理就是有关公司董事会功能、结构、股东权利等方面的制度安排。	张维迎 1996
	公司治理可以合理配置剩余索取权和控制权，以在企业形成科学的自我约束和相互制衡机制，协调出资人、债权人、经营者和生产者之间的利益和权力关系。	杨瑞龙 1998
	公司治理结构具有权力配置功能、权力制衡功能、激励和约束功能、协调功能。	叶祥松 2001
运行机制	治理结构被看做是一个决策机制。	Grossman and Hart 1983
	公司治理结构是指由所有者、董事会和高级执行人员即高级经理人员三者之间形成一定的制衡关系。	吴敬琏 1994
	公司治理结构是一套制度安排，公司治理结构包括：如何配置和行使控制权；如何监督和评价董事会、经理人员和职工；如何设计和实施奖励。	钱颖一 1995

资料来源：公开资料，远东资信整理

## （二）国际组织对公司治理评价研究

国际上，全球最早制订国际性公司治理规则的组织是经济合作与发展组织 (Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)。OECD 在其发布的《OECD 公司治理原则》从股东权利及关键功能、利益相关者在公司治理中的作用、信息披露与透明度、董事会责任这四个方面规定了具体原则，并对每一部分做了详细解释。

国际公司治理网络 (International Corporate Governance Network, ICGN) 是公司治理领域的专业研究机构之一，曾经参与《OECD 公司治理原则》第一版的讨论和制订。ICGN 发布过公司治理方面的原则——《ICGN 全球公司治理原则声明》，此原则也是世界上主要的公司治理原则之一。ICGN 声明中主要包括 6 个方面内容：企业目标、信息披露、审计原则、股东权力、董事会、薪酬制度、利益相关者和公司治理。相较于《OECD 公司治理原则》九个方面，ICGN 声明更加简洁，但考察角度大致相同。

亚洲金融危机后，亚洲地区更加意识到公司治理对资本市场长期发展的重要性，对公司治理的研究逐渐加深。亚洲公司治理协会（Asian Corporate Governance Association, ACGA）与中信里昂证券每两年对地区进行公司治理的情况调查并发布《双年度亚洲公司治理报告》。ACGA 从公司治理制度与实践、公司治理文化、会计与审计、违法行为与处罚、法律和监管环境 5 个方面对地区公司的公司治理情况进行综合评价。

### （三）国内公司治理制度与标准建设

我国公司治理制度与标准建设在不断完善中。《中华人民共和国公司法》（简称《公司法》）对公司的设立、组织机构进行规范，对股东大会、董事会、监事会和高级管理人员的资格和义务有规定，还规范公司合并、分立、增资、减资的程序，公司解散和清算的条件以及相关的业务等。《公司法》设立了我国公司通用性的模式和规则，是公司治理理论在法律中的体现。

2018 年 9 月，为规范上市公司运行、提高上市公司治理水平，证监会发布《上市公司治理准则》（简称《准则》），该准则在参照《公司法》和《中华人民共和国证券法》（简称《证券法》）的基础上进一步对上市公司的公司治理进行细化。《准则》从股东及股东大会、董事会、监事与监事会、高级管理人员与公司激励约束机制、控股股东及其关联方与上市公司、机构投资者及其他相关机构、利益相关者、环境保护与社会责任、信息披露与透明度九个方面进行详细规范。值得注意的是，《准则》规定上市公司应该践行绿色发展和可持续发展理念，积极履行社会责任；规定上市公司应该建立并执行信息披露制度，并保证信息披露的公平、完整、真实、准确；在信息披露方面，《准则》详细说明了上市公司应该披露的具体信息，并明确信息披露管理的首要责任人。

## 二、ESG 评级机构如何考察公司治理因素

### （一）国际 ESG 评级机构

国外 ESG 评级体系发展较早，总体体系较为完善，覆盖范围较广，国际影响力较大。其中，国际主流的 ESG 评级机构包括 MSCI（明昇）、Refinitiv（路孚特）、TSE Russell（富时罗素）和 Morningstar Sustainalytics（晨星）等。

MSCI（明昇）、Refinitiv（路孚特）、TSE Russell（富时罗素）、Morningstar Sustainalytics（晨星）在 ESG 评级体系均提及公司治理因

素。具体看，MSCI ESG 评级体系主要由 3 大维度和 10 项主题以及 35 个关键议题构成，其中治理维度包括公司治理、公司行为两个主题。公司的最终评级得分在由以上各项评价指标得分加权计算后，并将根据公司所处行业进行调整后的评分，按照分值区间给出公司的 ESG 评级。Refinitiv 评价体系由 ESG 得分和 ESG 争议数据得分两大部分组成，其中 ESG 得分中包括公司治理因素，主要考察管理、股东和企业社会责任战略等。FTSE Russell ESG 评级体系主要分为三大支柱、14 个主题和 125 个数据指标，其中公司治理为三大支柱之一，主要包含税收透明度、风险管理、企业治理、反腐败等。Sustainalytics 评价体系从 ESG 风险角度出发，并根据三个核心部分：企业治理、重要 ESG 议题和特殊问题（黑天鹅）来衡量企业的 ESG 表现，并进行风险等级评分。

## （二）国内 ESG 评级机构

与国外相比，国内的 ESG 评级体系起步较晚，目前仍处于多元化发展的探索阶段，尚未形成较为统一的标准。较评价对象而言，基本局限于国内的上市公司，国际影响力较为欠缺。目前，发展较好的有公司派的商道融绿、和讯 CSR、商道纵横 MQI 指引，学院派的中央财经大学绿色金融学院、社会价值投资联盟，及指数公司如中证、wind 等。

商道融绿是国内最早发布上市公司 ESG 评级的机构，在国内主流的 ESG 评级体系中商道融绿的评价框架较为全面。在每个评级周期，均覆盖近 700 个数据点，近 200 个 ESG 指标，及其指标下的 14 个 ESG 核心议题表现进行评估，并重点关注企业在各项议题的管理水平和风险暴露，通过 51 个行业模型，最终得到每家公司的 ESG 得分（0~100）及 ESG 评级（A+至 D，共 10 等级）。

商道融绿 ESG 评级指标体系由三级构成，一级指标为环境、社会和公司治理三个维度；二级指标为一级指标下的 13 项分类议题，三级指标将会涵盖具体的 ESG 指标，共有 127 项三级指标。其主要特点为：

（1）评估为通用指标和行业指标：通用指标适用于所有作为评级目标的上市公司，行业指标仅适用于特定行业分类以下的公司。（2）负面信息评估减分：如果公司出现负面 ESG 信息，会根据负面事件的严重程度和影响对相应指标进行减分。其中，公司治理维度下设治理结构、商业道德和合规管理三项分类议题。



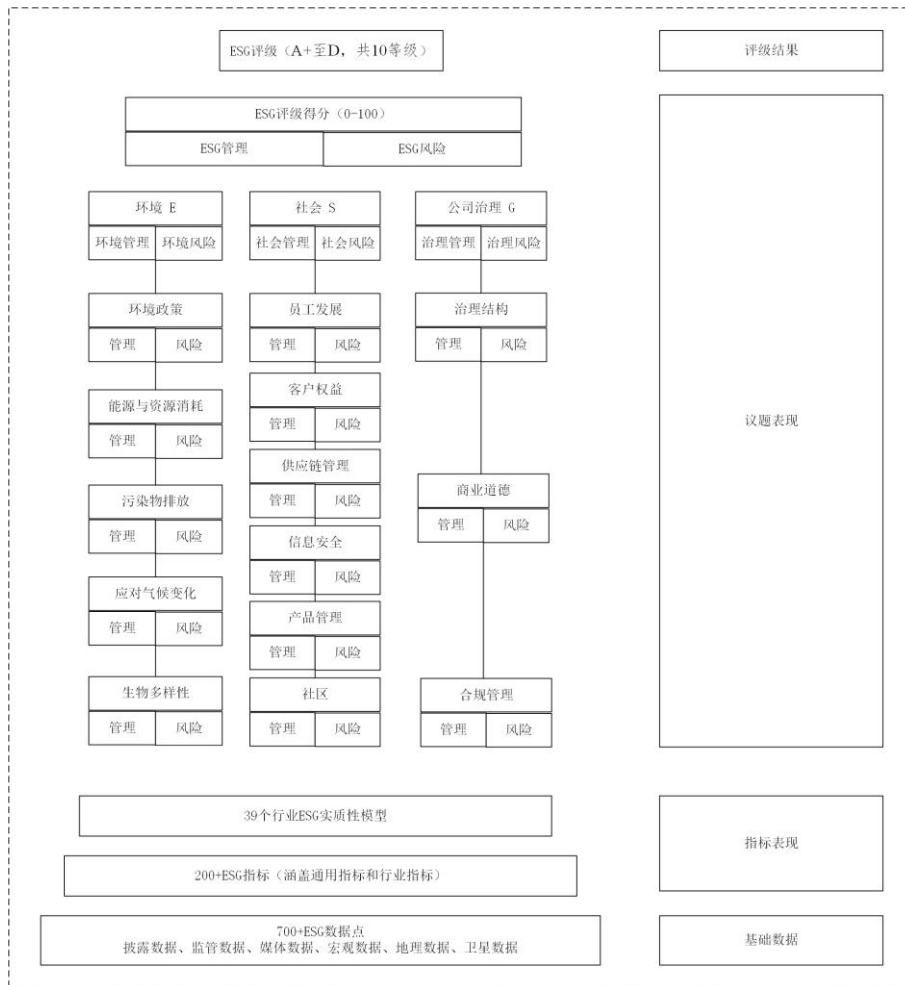


图1 商道融绿 ESG 评级体系框架

资料来源：公开资料，远东资信整理

### 三、ESG 评级体系中公司治理的考虑

在 ESG 评级体系中，公司治理（Governance）占据重要地位，反映企业管理质量，是投资者评估企业长期价值和风险的重要指标。

西方国家的公司治理模式与我国存在差异。因此，西方国家的 ESG 评级体系中公司治理维度评价方法可能并不适合我国企业。例如，美国公司大多是分散的股权结构，机构投资者和个人持股比例较大且没有监事会制度，这就导致美国公司的所有权高度分散，个人股东往往注重短期利益影响经营者行为。相应地，美国的公司治理更关注股东利益最大化，注重对董事会的独立性和有效性的监督，增加考察除股东以外的外部监督机制。而德国由于劳动力市场不发达，经济体制等原因，社会普遍认可相关者权益利益均衡的价值观，因此德国的公司

治理目标不是股东权益最大化，而是股东、债权人、员工和经营者权益的协调。

我国股权结构、资本市场等与西方国家不同。公司治理应充分考虑我国现实情况，制定出符合我国国情的评价方法。首先，我国公司同时设有股东大会、董事会和监事会，这一点与其他国家有很大差异。在公司治理中需要同时考虑这三者；第二，我国上市公司股权高度集中，公司治理由大股东主导，这就可能造成大股东对中小股东利益的侵害，影响公司的经营发展。因此，在公司治理中需要重点考察公司的股权结构是否合理，大股东是否有影响公司经营发展的不当行为；第三，考虑到我国公司的债权人权利较弱等问题，我国的公司治理还应该重点考察其他利益相关者的权利是否得到保障等；第四，在我国企业中，党建活动在强化企业文化、促进内部管理的同时，对企业治理和可持续发展具有积极贡献，应在 ESG 评级体系中予以体现。

综上所述，本文认为 ESG 评级体系中公司治理维度的评估应综合考虑多个主要方面，包括股东治理、董监高治理、管理层激励、外部利益相关者、党建引领和公司管理维度，以全面反映企业在治理实践中的表现和成效。如表 2 所示。

表 2 ESG 评级体系中对公司治理的考察

主题	议题	衡量指标
公司治理	股东治理	股权结构
		股东行为
	董监高治理	董监高变动情况
		董监高行为
	管理层激励	薪酬激励制度
		股权激励制度
	外部利益相关者	信息披露质量
	党建引领	党支部情况
		党组织嵌入企业治理
		党建活动
	公司管理	内部控制管理

## （一）股东治理

### 1. 股权结构

股权结构是公司治理的基础，应考虑不同股权结构下公司治理的情况。如果公司股权结构较为集中，股东会为了维护自身的利益积极投

入到公司治理中，进而提高公司治理水平与未来的经营水平。相反，如果股权过于分散，委托代理问题可能会比较严重，更容易发生控制权争斗等不利于公司长远发展的问题。

## **2. 股东行为**

股东行为是指股东是否会做出不利于公司发展的不利行为。例如股东的违法行为、对公司资产的转移、大股东滥用职权、对公司资金的占用等都会影响公司未来发展，对公司造成负面影响。

### **(二) 董监高治理**

#### **1. 董监高变动情况**

董监高等管理层的变动情况可以反映公司管理层的稳定程度。一般来说，管理层稳定可以在一定程度上反映出企业经营的稳定性以及公司经营战略的连贯性与可持续性。

#### **2. 董监高行为**

董监高等管理层的违法、违规操作风险是指高管层是否进行过违法、违规操作损害公司利益。在债券违约案例中可以看到，一些公司高管违法挪用公司资金、占用公司大量资金，被相关监管机构立案调查，这些事件都会影响公司的声誉，影响投资者对公司内部管理以及公司整体经营情况的质疑，进而影响企业未来的外部融资情况。

### **(三) 管理层激励**

#### **1. 薪酬激励制度**

薪酬激励政策是公司治理的重要组成部分，它直接关系到管理层和员工的行为动机。一个合理的薪酬激励政策应与公司的长期发展目标相一致，能够激发管理层和员工的工作积极性，同时确保他们的决策与股东利益保持一致。在 ESG 评级体系中，应考察公司是否建立了与绩效挂钩的薪酬体系，以及该体系是否透明、公平，是否能够有效地避免过度风险追求和短期行为。

#### **2. 股权激励制度**

股权激励政策通过让管理层和核心员工持有公司股份，旨在使他们的利益与公司股东的利益保持一致，从而促进公司的长期稳定发展。在 ESG 评级体系中，应评估公司的股权激励计划是否得当，是否能够吸引和留住关键人才，以及这些计划是否有助于实现公司的长期战略目标和提升企业的市场竞争力。同时，还需关注股权激励的分配是否公平，是否可能导致内部人控制等问题。

#### （四）外部利益相关者

##### 1.信息披露质量

信息披露质量是企业经营状况良好的体现。从过去债券违约企业的案例中可以看到，很多债券违约企业都存在信息披露失真、粉饰的问题。对于财务报告的披露质量更为重要，财务报告的质量直接反映公司财务状况。如果公司财务报告反复进行调整、披露不及时、无法被审计机构出具标准无保留的审计意见时，则需要考虑公司是否出现粉饰财务报表等问题。这些问题不仅损害投资者和利益相关者的信任，也侧面反映出公司可能未来会出现违约情况。

#### （五）党建引领

##### 1.党支部情况

党支部作为党的基层组织，在企业中发挥着政治核心和战斗堡垒的作用。在 ESG 评级体系中，应考虑企业党支部的建设情况，包括党支部的组织结构、活动频率以及党员的参与度。党支部的有效运作能够促进企业价值观的传播和实践，增强员工的凝聚力和向心力，对企业的长期稳定和发展起到积极作用。

##### 2.党组织嵌入企业治理

党组织嵌入企业治理是指将党组织的职能和作用融入到企业的决策、执行和监督过程中。这种做法有助于确保企业决策与国家政策和社会发展目标保持一致，同时提升企业的社会责任意识。在 ESG 评级中，考察党组织如何在企业治理中发挥作用，以及这种作用如何影响企业的战略规划和日常运营，是衡量企业治理质量的重要指标。

##### 3.党建活动

党建活动是企业文化建设的重要组成部分，通过开展丰富多样的党建活动，可以加强员工的政治意识和组织纪律性，提升企业的整体执行力和创新能力。在 ESG 评级体系中，应关注企业如何通过党建活动促进员工的全面发展，以及这些活动如何帮助企业实现可持续发展目标。有效的党建活动不仅能够提升企业的内部管理水平，还能够增强企业的社会形象和品牌价值。

#### （六）公司管理维度

公司管理维度主要从内部控制管理方面考察。内部控制管理主要考察公司是否具有一套完善的公司治理流程。董事会和监事会的权利得到制度保障，董监高拥有独立性，完善的内部控制制度，可以在一定程度上减少公司可能发生的违法、违规行为。



作者：张旭，远东资信绿色金融事业部博士后研究员

指导：饶淑玲，远东资信首席绿色金融顾问、北京绿色金融协会副秘书长